

## Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	AA-(arg)
Títulos de Deuda Públicos Garantizados por hasta USD 100 MM	AA-(arg)

#### Perspectiva

Negativa

#### Resumen Financiero

Balance	31/03/19	31/12/18
(\$ millones)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	43.085	44.083
Total Deuda		
Financiera	11.350	13.698
Ingresos	10.133	32.679
EBITDA	2.566	2.868
EBITDA (%)	25.3	8.8
Deuda/ EBITDA	1.1x	1.9x
EBITDA/ intereses	9.5x	1.9x

#### Informes relacionados

Metodología de calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

#### Analistas

##### Analista Principal

Gabriela Curutchet - Director Asociado  
 +54 11 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Pablo Cianni - Director Asociado  
 +54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

##### Responsable del Sector

Cecilia Minguillon - Director Senior  
 +54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Fuerte Vínculo con la Provincia de Córdoba:** FIX identifica una fuerte relación entre EPEC y la Provincia a partir de los vínculos legales, estratégicos, operacionales y financieros existentes. EPEC es una empresa pública provincial, siendo el Directorio designado por el Poder Ejecutivo Provincial. EPEC juega un rol estratégico tanto político como social para la provincia al ser una empresa integrada que genera y distribuye electricidad en la provincia. Actualmente, la Provincia de Córdoba garantiza el Bono Bicentenario y los Títulos de Deuda Públicos Garantizados por un total a marzo '19 de USD 184.6 millones. La deuda de la provincia contiene una cláusula de incumplimiento cruzado a partir de USD 20.0 millones con otras deudas provinciales (incluyendo entidades públicas como EPEC).

**Importancia de EPEC a nivel provincial y nacional:** EPEC es la quinta empresa generadora de electricidad de Argentina en términos de potencia instalada y la cuarta empresa distribuidora de energía del país en niveles de facturación y en cantidad de clientes. Cuenta con 17 centrales de generación de electricidad con una potencia instalada de 1.597 MW. A marzo '19 la compañía obtuvo ingresos (ajustados por inflación) por \$ 10.133 millones, un EBITDA de \$ 2.566 millones arrojando márgenes de 25.3%. Para 2020 se espera que la compañía logre mantener los márgenes de EBITDA a partir de los ajustes trimestrales tarifarios en línea con el Índice de Precios Internos al Por Mayor (IPIM) y Índice Medio de Salarios (IMS) junto con el control de costos y gastos.

**Ajustes tarifarios sostienen el flujo operativo:** el actual esquema tarifario le permite a EPEC mantener un flujo operativo suficiente para cubrir el capital de trabajo, realizar las inversiones y cumplir con el esquema de amortización de deuda. En el segmento distribución el costo de energía y los cargos de transporte son aprobados por la Secretaría de Energía y son trasladados a los usuarios existiendo un factor de corrección para desfases temporales. Además, los ajustes a la tarifa al valor agregado de distribución – VAD- son aprobados por el ente regulador (ERSep) en base a un fórmula de adecuación trimestral. En cuanto al segmento generación, la remuneración es pagada por CAMMESA siguiendo contratos en los generadores renovables y la Central Pilar Bicentenario a precios diferenciales.

**Endeudamiento garantizado por la Provincia de Córdoba:** a marzo '19 la deuda financiera de EPEC ascendía a \$ 11.349 millones, que incluye los títulos de deuda garantizados por \$ 8.001 millones, y el préstamo con la Provincia de Córdoba por \$ 3.024 millones utilizado para reducir la deuda con CAMMESA, que en total representan el 97% del endeudamiento. A marzo '19 el ratio de deuda/EBITDA (anualizada) resultó en 1.1x, existiendo descalce de moneda por USD 184 millones correspondientes a los Títulos de Deuda Garantizados. Fix espera que en el futuro la Provincia continúe brindando soporte crediticio a la compañía.

#### Sensibilidad de la calificación

Un cambio en la calificación del emisor podría derivarse de un cambio en la calificación de la Provincia de Córdoba o de cambios legales o estatutarios que modifiquen la actual situación legal de la compañía. Cambios regulatorios también podrían tener un impacto en la calidad crediticia de EPEC.

#### Liquidez y estructura de capital

EPEC opera con una limitada liquidez que se encuentra compensada por los fuertes paquetes de garantías (que incluyen la cesión de Fondos Coparticipables y derecho a cobro de Cargo fijo por potencia del Ciclo Combinado) establecidas en el Bono Bicentenario y en los Títulos de Deuda Garantizados. A mar '19 la caja y equivalentes ascendían a \$ 1.403 millones y la deuda de corto plazo era de \$ 6.491 millones.

## Perfil del negocio

Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC) es una empresa pública integrada de electricidad de la Provincia de Córdoba, calificada esta última por FIX SCR en AA(arg) con Perspectiva Estable. La compañía fue constituida en abril de 1953, en virtud de la Ley Provincial N° 4358 y su Estatuto Orgánico se encuentra aprobado por la Ley Provincial N° 9087.

### Vínculo con la Provincia de Córdoba.

EPEC se encuentra ligada tanto estratégica como legalmente a la Provincia de Córdoba. La compañía se encuentra dentro de la órbita del Ministerio de Obras Públicas de la Provincia y es dirigida y administrada por un Directorio que es designado por el Poder Ejecutivo Provincial. De acuerdo al Estatuto de EPEC las políticas energéticas de la Provincia de Córdoba, son políticas de Estado. El presupuesto es presentado a la Legislatura Provincial para su tratamiento y aprobación junto con el presupuesto de la Provincia. El estatuto establece que EPEC podrá financiar las operaciones con los aportes o préstamos o participaciones que correspondan a la Provincia de Córdoba. Actualmente, la Provincia de Córdoba es garante del Bono Bicentenario y de los Títulos de Deuda Garantizados. En el pasado la Provincia ha desembolsado (entre préstamo y fondos provenientes de la Coparticipación Federal) más \$ 1.900 millones para el pago del Bono Bicentenario. Adicionalmente, la cláusula de incumplimiento cruzado, incluida en los Títulos de Deuda emitidos por la Provincia de Córdoba, a partir de USD 20 millones con otras deudas de la Provincia (incluyendo entidades públicas provinciales) reafirman la vinculación de la Provincia con EPEC.

### Segmento de Negocios

#### Transporte y Distribución (90% de ventas a marzo de 2019)

La distribución de energía llega al 70% de los habitantes de la provincia, el 30% llega mediante 204 cooperativas que a su vez son clientes de EPEC. La estructura tarifaria no posee una cláusula de ajuste automática y es actualizada por el ente regulador provincial ante solicitud de la compañía. A Mar'19 la reducción de costos implementada por EPEC le permitió obtener resultados positivos con márgenes del 25%. Para adelante se espera que la reducción de costos permita recomponer los resultados de dichos segmentos arrojando resultados operativos positivos con márgenes entre 20% y 25%.

Resultados de Distribución Miles /\$	31/12/2017 (valores históricos)	1/12/2018 (ajustados a dic'18)	Marzo'19 (ajustdo a marzo'19)
Ingresos distribución y transmisión	12.544.235	25.787.898	9182804
Compra de Energía	6.286.530	13.686.754	4761118
Valor Agregado de Distribución	6.257.705	12.101.144	4.421.686
Margen de VAD sobre Ingresos	50%	47%	48%

#### Generación de Energía (9% de ventas a marzo de 2019)

La Empresa cuenta con 19 centrales de generación de electricidad, de las cuales 7 son térmicas, 11 son hidroeléctricas, y una central de ciclo combinado (466MW), que en conjunto alcanzan una potencia instalada de 1.853.3 MW.

La remuneración del Ciclo Combinado del Bicentenario se estableció mediante un contrato firmado con CAMMESA que estipula un precio Fijo por pago de potencia (CARFIJEN) de 22.917,02 USD/MW-mes hasta fin de 2019. Dichos fondos son ingresados a un fideicomiso para el pago exclusivo del Bono Bicentenario. La remuneración del resto de las centrales se rige por la Res. 19/17 y 1/19 que estipula remuneraciones en dólares.

## Riesgo del sector

Las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos. Las distribuidoras dependientes de la Nación (EDENOR y EDESUR) y ciertas empresas provinciales realizan los ajustes a los cuadros tarifarios en simultáneo con el incremento de costos de energía y por lo tanto no poseen descalces de costos. En el caso de EPEC y otras distribuidoras provinciales, el proceso de ajuste tarifario es más burocrático y la empresa sufre descalces de costos que son financiados por CAMMESA.

En 2019 los subsidios al sector energético se estiman en aprox. USD 5.900 millones, representando un 1.4% del PBI. La depreciación del peso incrementa el costo del sistema ya que los costos de generación y de gas se encuentran dolarizados mientras que las tarifas son denominadas en pesos. En un contexto inflacionario la falta de actualización de tarifas y/o la devaluación del peso impactan en el déficit del sector. Los subsidios son otorgados a través de CAMMESA, que es la principal contraparte de los generadores. La debilitada situación macroeconómica junto con el elevado riesgo de mayores subsidios, incrementan las probabilidades de cambios regulatorios en el sector, fundamentalmente en lo que respecta a la remuneración de la Energía sin contrato o Energía Base (mercado spot). FIX no espera que se modifiquen los contratos de largo plazo de los proyectos recientemente adjudicados, pero sí podría haber retrasos en los pagos de CAMMESA, que pueden presionar la liquidez de las compañías y generar demoras en los planes de inversión comprometidos, tanto de renovables como de cierres de ciclo o cogeneración.

## Posición competitiva

EPEC es la quinta empresa generadora de electricidad de Argentina en términos de potencia instalada (en base a información de CAMMESA) y la cuarta empresa distribuidora de energía del país en niveles de facturación y en cantidad de clientes, según la Asociación de Distribuidoras de Energía Eléctrica de la República Argentina (ADEERA).

## Administración y Calidad de Accionistas

La Empresa está funcionalmente estructurada en la órbita del Ministerio de Agua, Ambiente y Servicios Públicos de la Provincia de Córdoba. La gestión de la empresa se desarrolla de manera descentralizada. Ver sección Perfil de Negocio.

## Factores de riesgo

- Dependencia de la situación económico financiera de la Provincia de Córdoba.
- Dependencia de los cobros de CAMMESA, administrador del mercado eléctrico mayorista y dependiente de las transferencias del Estado Nacional.
- Dependencia de los ajustes tarifarios aprobados por el ERSeP.
- Descalce de moneda: los ingresos de los segmentos distribución y transporte son denominados en pesos mientras que los Títulos de Deuda Públicos Garantizados por USD 100 millones son denominados en dólares.

## Perfil Financiero

El 14 de junio 2018 la compañía presentó nuevos Estados Contables al 31-12-2017 con un cambio de metodología aplicando la Resolución Técnica Nro 31 fijada por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. Los mismos reflejan el cambio de criterio en el tratamiento contable en cuanto al reconocimiento del Acuerdo celebrado con CAMMESA y en la exposición del revaluó técnico de bienes de uso. Fueron aprobados por el Directorio y remitidos al Tribunal de Cuentas de la Provincia para su pronunciamiento.

## Rentabilidad

La rentabilidad histórica de la compañía ha dependido de la remuneración establecida por el gobierno nacional al segmento de generación y a los ajustes a las tarifas de distribución establecidas anualmente por el ERSeP.

A marzo'19 EPEC tuvo ingresos por \$ 10.133 millones, un EBITDA de \$ 2.567 millones con un margen de EBITDA del 25.3% (vs un margen del 5.7% en el mismo período a marzo'18). Los

sucesivos incrementos al VAD junto con la reducción de costos implementada por la compañía permitió la mejora en la rentabilidad. Para los próximos ejercicios FIX espera que los ajustes tarifarios permitan lograr una rentabilidad sustentable.

## Flujo de fondos

A marzo'19 el flujo generado por las operaciones resultó en \$ 1.926 millones, suficiente para cubrir las necesidades de capital de trabajo (\$ - 1.099 millones) y las inversiones (\$ 684 millones). El flujo de fondos libre resultó positivo en \$ 143 millones. EPEC logró reducir endeudamiento mediante el cargo fijo remunerado por CAMMESA para la Central Bicentenario y reducción fondos y caja.

## Liquidez y estructura de capital

A Mar'19 la deuda de EPEC ascendía a \$ 11.350 millones, correspondiendo el 70% de la misma a los Títulos de Deuda Públicos Garantizados denominados en dólares: Bono Bicentenario por \$ 4.181 millones y Títulos de Deuda Publica Garantizados \$ 3.821 millones. Adicionalmente posee un préstamo con la Provincia de Córdoba por \$ 3.023 millones. Debido a la mejora en la rentabilidad y reducción del endeudamiento el ratio de deuda/EBITDA a marzo'19 (anualizando el resultado del trimestre) resultó en 1.1x.

La compañía opera con una liquidez limitada, que es compensada por la garantía de pago de la provincia de Córdoba y la cesión de derechos de cobro de CARFIGCEN (Ver Bono Bicentenario).

Bono Bicentenario: (representa el 36% de la deuda financiera – Mar'19).

Monto: 565 millones

Moneda: dólares

Vencimiento: enero 2020 (ocho años desde la fecha de emisión).

Amortización: el capital se amortizará mensualmente utilizando el sistema de amortización francés.

Intereses: semestrales devengando una tasa fija del 12.5%

Garantías: bajo la cesión fiduciaria en garantía de los Fondos Coparticipables Cedidos y derecho a cobro de Cargo fijo por potencia del Ciclo Combinado.

Aval: Banco de Córdoba por USD 20 millones

Condiciones: La asamblea de tenedores de bonos aprobó la dispensa a la limitación de nuevo endeudamiento sin posibilitar la opción de canje de los actuales bonos. Se estipuló una compensación del 0.25% del valor residual del actual bono.

## Fondeo y flexibilidad financiera

En los últimos años la compañía se ha fondeado principalmente en el mercado de capitales mediante la emisión de títulos garantizados por la Provincia de Córdoba y con los préstamos provistos por CAMMESA para la reparación y mantenimiento de las centrales. La emisión de nuevo endeudamiento de la Provincia de Córdoba le permitió cancelar el endeudamiento con CAMMESA por \$ 2.777 millones.

## Anexo I. Resumen Financiero

Los estados contables a marzo'19 y Dic'18 han sido ajustados por inflación y por lo tanto no son comparables con ejercicios anteriores. A partir de los Estados Contables de fecha diciembre'17 la compañía modificó su forma de contabilización de ciertas partidas y por lo tanto las cifras no son comparables con respecto a los años anteriores. Con el fin de mostrar mayor transparencia e independencia a partir de sept'18 los estados contables son auditados por Deloitte S.A.

### Resumen Financiero - Empresa Provincial de Energía de Córdoba

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)		Moneda Constante(*)		
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Normas Contables	43,35	37,81	18,77	15,85	13,01
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	38,97	32,81	16,57	14,78	9,27
Tipo de Cambio Promedio	mar-19	2018	2017	2016	2015
Año	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Período	205,96	184,26			
Coefficiente de fecha de cierre	205,96	205,96			
Coefficiente de actualización	1,00	1,12			
Ratio de ajuste					
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	2.566.681	2.868.287	476.267	1.510.895	677.462
EBITDAR Operativo	2.566.681	2.868.287	476.267	1.510.895	677.462
Margen de EBITDA	25,3	8,8	3,2	10,9	8,9
Margen de EBITDAR	25,3	8,8	3,2	10,9	8,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,4	(5,3)	1,7	(2,6)	3,5
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	8,1	3,4	3,5	0,7	0,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	9,5	1,9	0,5	2,2	1,3
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	9,5	1,9	0,5	2,2	1,3
EBITDA / Servicio de Deuda	1,4	0,3	0,1	0,7	0,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,4	0,3	0,1	0,7	0,4
FGO / Cargos Fijos	8,1	3,4	3,5	0,7	0,6
FFL / Servicio de Deuda	0,2	(0,0)	0,3	0,1	0,4
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	2,8	3,0	10,4	16,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	4,8	20,0	3,4	7,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	4,0	18,6	3,2	7,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,1	4,8	20,0	3,4	7,9
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	1,0	4,0	18,6	3,2	7,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,6	12,8	12,5	12,9	10,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	57,2	54,5	33,6	30,1	24,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	43.085.150	44.082.880	30.710.808	14.725.604	12.365.860
Caja e Inversiones Corrientes	1.402.985	2.293.041	702.153	356.650	536.280
Deuda Corto Plazo	6.491.079	7.465.941	3.206.487	1.542.695	1.290.318
Deuda Largo Plazo	4.858.907	6.231.711	6.332.237	3.589.240	4.076.237
Deuda Total	11.349.985	13.697.652	9.538.725	5.131.935	5.366.555
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	11.349.985	13.697.652	9.538.725	5.131.935	5.366.555
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	11.349.985	13.697.652	9.538.725	5.131.935	5.366.555
Total Patrimonio	9.745.875	8.592.356	2.548.609	859.778	777.723
Total Capital Ajustado	21.095.860	22.290.008	12.087.334	5.991.713	6.144.278
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.926.303	3.489.841	2.308.735	(180.234)	(185.405)
Variación del Capital de Trabajo	(1.099.215)	(3.488.413)	(1.803.483)	97.141	656.132
Flujo de Caja Operativo (FCO)	827.088	1.428	505.252	(83.093)	470.727
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(684.282)	(1.719.403)	(258.085)	(281.570)	(205.447)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	142.806	(1.717.975)	247.167	(364.664)	265.280
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.363)	0	(274.792)	(87.471)	(107.478)
Otras Inversiones, Neto	0	(619)	(858.212)	(729.778)	(556.719)
Variación Neta de Deuda	(2.378.571)	(1.265.501)	1.093.106	807.797	560.094
Variación Neta del Capital	0	0	83.081	194.485	80.559
Otros (Inversión y Financiación)	1.312.530	4.488.133	0	0	0
Variación de Caja	(924.598)	1.504.038	290.350	(179.630)	241.735
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	10.133.123	32.678.653	14.867.392	13.869.514	7.654.601
Variación de Ventas (%)	N/A	119,8	N/A	81,2	30,5
EBIT Operativo	2.031.011	1.947.859	(1.463.913)	1.022.490	307.475
Intereses Financieros Brutos	270.775	1.483.428	918.151	674.535	512.778
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.153.518	(1.351.580)	(1.166.766)	(70.747)	(280.961)

## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Fix: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings).
- Margen de Valor Agregado de Distribución (VAD): (Ingresos del segmento de distribución – compra de energía) / Ingresos del segmento de distribución.

## Anexo III. Características del Instrumento

### Títulos de Deuda Públicos Garantizados por hasta USD 100 millones

EPEC emitió los títulos de deuda Públicos garantizados bajo los siguientes términos y condiciones.

Fecha de emisión: 17 de agosto 2017

Monto: USD 100 millones

Moneda: dólares

Vencimiento: 17 de agosto 2022.

Amortización: la amortización contará con un período de gracia de 12 meses. El capital se amortiza en forma semestral en 8 cuotas iguales y consecutivas equivalentes a 12.5% del capital.

Intereses: se pagarán semestralmente devengando una tasa de interés del 7%.

Garantías: Los Títulos de Deuda están garantizados mediante la cesión fiduciaria en garantía, de los recursos que la Provincia de Córdoba tiene derecho a percibir del Gobierno Nacional a través del Banco de la Nación Argentina (en su carácter de agente de recaudación y pago) en concepto de coparticipación federal de impuestos. La garantía es pasiva y se activa ante un incumplimiento de pago. Ante un evento de incumplimiento el Fiduciario efectuará el pago de los servicios de capital y/o intereses adeudados bajo los Títulos de Deuda que hubieran dado lugar al Incumplimiento de Pago correspondiente, con los fondos depositados en el Fondo de Reserva. En caso que dichos fondos resultaran insuficientes, el Fiduciario notificará al Agente de Pago de la Coparticipación indicando al Agente de Pago de la Coparticipación el monto de Fondos Coparticipables Cedidos que este deberá transferir a la Cuenta de Recaudación en Pesos para hacer frente al pago de capital y/o intereses de los Títulos de Deuda adeudados. Ante un incumplimiento se considerará un período de cura de 30 días. Los fondos provenientes de la garantía deberán ser transmitidos en dos etapas dentro de los 30 días de cumplido el cumplimiento. La cuenta de Reservas será el equivalente de al menos medio servicio de intereses.

Condiciones: No se estipularon condiciones financieras a cumplir.

Cláusula de incumplimiento cruzado (Cross Default): se declara el incumplimiento de los títulos de deuda ante un incumplimiento de cualquier pago a realizar por EPEC a partir de USD 25 millones.

## Anexo IV. Dictamen de calificación.

**FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9**

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)**, en adelante **FIX**, reunido el **26 de diciembre de 2019**, confirmó en **Categoría AA(arg)** a la calificación del emisor de Empresa Provincial de Energía de Córdoba y a los Títulos de Deuda Públicos Garantizados por hasta USD 100 millones emitidos por la compañía. La **perspectiva** es **Negativa**.

**Categoría AA(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificadas dentro del país.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no altera la definición de la categoría correspondiente a la cual se los añade.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

(\*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

### Fuentes

La calificación se determinó en base a la siguiente información

- Estados Contables hasta 31/03/2019 publicados en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- A partir de los Estados Contables al 30-09-2018 han sido auditados por Deloitte S.A.
- Prospecto de Títulos de Deuda Públicos Garantizados publicados en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com) de fecha 9 de agosto 2017.

**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.